

民生银行调研纪要（2009.6）

报告关键点：

- 新管理层计划实现3年盈利翻番；
- 今年以来，存贷款增长迅速，息差已经稳定，不良情况好于预期；
- 调高银行评级至“增持-B”。

报告摘要：

公司未来经营展望

- 公司新管理层计划3年实现盈利翻番，这样未来两年复合增长30%以上，09年主要依靠海通证券。
- 实现这个目标的前提是：下半年和明年经济将回暖；及，再融资顺利（年底至少实现发行分离债或H股中的一种）。

存贷款相关

- 公司1季度贷款增长12.7%，2季度增长7 - 8%。
- 随着2季度经济回暖，不良情况开始稳定，好于之前预期。上半年，不良余额略有上升，但是不良率连续下降。
- 存款方面，1季度增长17%，2季度保持高增长，这将保证贷存比维持在监管要求以下。

收入相关

- 息差自4、5月已经稳定下来。
- 成本收入比方面，公司的零售发展短期内不会造成费用大幅度增长。但公司认为未来成本收入比可压缩的幅度不会太大。
- 由于资产质量好于预期，公司认为信用成本不会对今年利润造成太大压力。

事业部改革

- 事业部改革后，分支行在原有部分资源被事业部抽走后，被迫重新发掘新客户。
- 在利益协调和分配方面，对分支行的客户资源，如果涉及事业部行业，需要转交到事业部进行，但会给分支行一定的项目积分。这个内部转移价格的计价体系仍在不断完善中。
- 事业部业务占全行比例从刚剥离的50%降低到目前的40%，可能跟事业部的主要行业受金融危机影响较大有关。

投资建议

- 从市净率的角度来看，银行目前没有太大的估值优势，但如果考虑在经济反转的背景下看好高增长的中小银行板块，由于民生银行目前的市盈率上具备一定的相对优势，我们调高银行评级至“增持-B”。对应三个月目标价格调高到9.1元/股。

评级：

增持-B

上次评级：中性-A

目标价格：

9.10 元

期限：3 个月 上次预测：5.70 元

现价：7.99 元

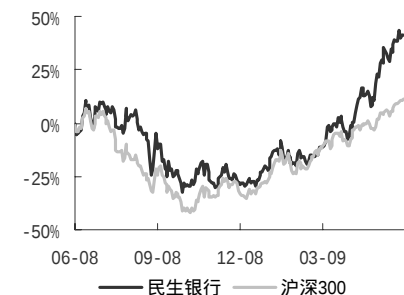
报告日期：

2009-06-27

市场数据

总市值(百万元)	150,395.79
流通市值(百万元)	142,979.47
总股本(百万股)	18,823.00
流通股本(百万股)	17,894.80
12 个月最高/最低	3.78/8.30 元
十大流通股东(%)	36.73%
股东户数	1,087,816

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.72	34.40	29.87
绝对收益	19.08	59.59	40.96

研究员

高源

高级行业分析师

021-68765372

gaoyuan@essence.com.cn

前期研究成果

民生银行：息差收窄，资产质量持续恶化

2009-04-23

民生银行：资产扩张速度仍高于行业平均，资产质量持续恶化

2008-10-27

民生银行：改制顺利进行，房地产贷款风险较大

2008-09-16

1. 公司对未来的展望

1.1. 经营目标是三年盈利和规模翻番

- 1、虽未经过董事会讨论，也未形成书面文件，但今年新的管理层（主要指行长的新老交替）对银行盈利确有三年翻番的规划，依此推断，09-11 年的复合增长率在 30%左右（09 年主要依靠海通证券股权的相关收益），每年的规模增长 3000 亿元以上。
- 2、实现这个目标存在前提：一是 GDP 稳定增长，预期经济将在下半年到明年上半年回暖；二是再融资顺利，年底之前至少实现发行分离债和 H 股发行的其中一项。H 股发行在政策和程序上不存在问题，如果较为顺利的话，估计六个月内可以发行，计划年底将资本充足率提高到 10%以上。
- 3、通过事业部改革后支行全部进行零售业务，银行认为这在过去两年已基本做出雏形，现在在做试点，未来将全行推广。（具体关于事业部改制见后文）

2. 存贷款相关

2.1. 2 季度贷款环比增长预计 7 - 8%，不良情况趋于稳定

- 1、09 年贷款发放超过银行之前的预期，1 季度信贷环比增长 12.7%，2 季度估计达 7 - 8%。
- 2、银行预计未来贷款政策将趋紧（例如，央行可能进行窗口指导），将主要是针对过多流动性的收紧。但银行公司认为收紧货币对盈利的影响不大，因为资金的供需相对紧张会导致息差扩大和银行议价能力提高。
- 3、2 季度不良余额略微增长，但基本稳定；公司认为不良的最坏阶段已经过去了，预计 2 季度不良率将继续下降，09 年不良的产生大大优于银行去年 4 季度自己的预期。

2.2. 存款增长较快，定期化趋于平稳

- 1、银行 1 季度存款环比增长 17%，2 季度增速依然较高。其中，新开分行的贡献比较大，老分支行的增速则相对较慢。
- 2、随着资本市场回暖，存款定期化趋势已经趋于平稳。
- 3、由于存款增长较快，贷存比不会突破 75%的监管要求（依照银监会口径，即扣除债券带来的放款）

3. 收入相关

- 1、利息收入方面，息差自 4、5 月就已经开始稳定。由于公司按揭贷款较少，因此贷款重定价比别的银行要早。
- 2、成本收入比方面，公司的零售发展短期内主要依靠现有人力资源，没有新的大量投入，因此不会造成费用大幅度增长。但公司认为未来成本收入比可压缩的幅度不会太大。

- 3、信用成本方面，银行认为不会对利润造成负面影响。08 年末银行已将拨备覆盖率提高到 150%，今年如果监管要求有所放松，那么拨备压力会小很多。

4. 事业部改革

调研中，我们主要关心的是事业部与分行在管理工作方面的协调，以及相关利益的协调和分配：

- 1、公司认为事业部改革扩大了民生的客户资源，主要是分支行在原有部分资源被事业部抽走后，被迫重新发掘新客户。
- 2、在利益协调和分配方面，对分支行的客户资源，如果涉及事业部行业，需要转交到事业部进行，但会给分支行一定的项目积分（与考核业绩挂钩）。这个内部转移价格的计价体系仍在不断完善中。
- 3、分行对事业部在本地的人员和机构也有一定管理和考核权力，我们理解主要是行政方面，而不是业务条线的管理。
- 4、09 年以来，事业部的老业务增长较快，新拓展业务则是分支行增长较快。刚刚剥离时，事业部业务占全行 50%，目前降到 40%，也可能跟事业部的的主要行业受金融危机影响较大有关（今年只有能源事业部增长超过分行，交通基本打平，房地产和冶金增长较慢，但受基建项目拉动，4、5 月有所加速）。

5. 投资建议

调高银行 09 年盈利预测至 0.56 元/股，受到海通证券影响较大（海通股权投资收益每股税后贡献约 0.195 元，略超出我们的预期）。公司 09 年 ROE 约 18%，但扣除海通投资的非经常损益后 ROE 约 12%，在上市银行中偏低。银行股价目前对应 09 年 PBx2.5 倍，PEx14 倍。

从市净率的角度来看，银行目前没有太大的估值优势，但如果考虑在经济反转的背景下看好高增长的中小银行板块，由于民生银行目前的市盈率上具备一定的相对优势，我们调高银行评级至“增持-B”。之所以给予“B”类评级，主要是考虑公司的资产质量压力要高于行业平均，事业部改革带来的一些问题仍有不确定性。

考虑全行业的估值变动情况，相应调高目标估值，对应三个月目标价格调高到 9.1 元/股。

作者简介

高源，复旦大学财务金融系学士，伦敦政治经济学院（LSE）会计与金融系硕士，CFA。2005 年 10 月至 2007 年 4 月就职于光大证券研究所，先后从事石化、银行行业研究；2007 年 5 月加入安信证券研究中心。2006 年度“新财富最佳分析师石化行业”第三名，2008 年度“新财富最佳分析师银行行业”第六名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn	张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034